

# Операционный механизм денежно-кредитной политики: теоретические основы и принципы реализации

С помощью инструментов денежно-кредитной политики Банк России транслирует решения монетарных властей на финансовый сектор и регулирует денежно-кредитные условия. Система и последовательность применения инструментов, необходимых для воздействия на процентные ставки для достижения операционной цели, определяют операционную процедуру денежно-кредитной политики. Корректность выбора инструментов и скорость их воздействия на процентные ставки влияют на достижение Банком России ценовой стабильности. Применяемый термин «операционная процедура денежно-кредитной политики» не в полной мере раскрывает содержание воздействия инструментов денежно-кредитной политики на ценовые условия, не характеризует принципы и форму реализации данного влияния. Кроме того, это определение не предусматривает системную организацию и адаптацию элементов, участвующих в достижении операционной цели, к системе денежно-кредитной политики. В этой связи представляется целесообразным введение в научный оборот термина «операционный механизм денежно-кредитной политики», включающего в себя совокупность элементов, с помощью которых Банк России воздействует на процентные ставки для изменения денежно-кредитных условий и трансмиссии монетарного сигнала в экономику для достижения ценовой стабильности.

**С. Е. ДУБОВА**, доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

**Е. И. АНИКАНОВ**, аспирант, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

**Ц**еновая стабильность представляет собой основную цель денежно-кредитной политики Банка России (далее – ДКП). Данная цель определяет выбор режима таргетирования инфляции, который заключается в поддержании инфляции «вблизи 4%» [1]. В рамках указанного режима основным инструментом ДКП выступает ключевая ставка, а процентный канал – основным каналом влияния на денежно-кредитные условия. Операционная цель

ДКП направлена на сближение ключевой ставки и однодневной индикативной ставки межбанковского кредитования RUONIA. Инструменты и подходы к их применению с целью воздействия на процентные ставки в экономике называются операционной процедурой ДКП [9].

Под операционной процедурой понимаются стандартизированные методы и правила, которые обеспечивают эффективное выполнение задач в

организации. В соответствии с международным стандартом качества ISO 9001:2008 [10] стандартные операционные процедуры структурируют работу организации наряду с потоками и процессами работ. Операционная процедура ДКП представляет собой последовательность, своего рода алгоритм применения инструментов, который Банк России использует для достижения операционной цели. Данное определение является процессным и не в полной мере раскрывает суть характеризуемого явления, в том числе не отражает субъект и объект воздействия, не включает в себя систему элементов, участвующих в управлении процентными ставками. Кроме того, указанное определение не предусматривает системную организацию и адаптацию элементов, участвующих в достижении операционной цели, к системе ДКП (принципы и форму реализации, систему инструментов, операционный ориентир и операционную цель). В этой связи целесообразным видится введение термина «операционный механизм денежно-кредитной политики».

Под механизмом в экономической теории понимается комплекс элементов, определяющих совокупные спрос и предложение [6]. С точки зрения теории ДКП совокупные спрос и предложение предъясняются в отношении ликвидности со стороны коммерческих банков. Г. Саймон характеризует экономический механизм как сочетание взаимосвязанных элементов и процедур, определяющих процесс принятия решений на различных уровнях [8]. По Г. Саймону, механизм представляет собой комплекс взаимодействий элементов системы, подразумевает влияние на решения со стороны субъектов экономики и включает в себя понятие «процедура». Д. Норт определяет механизм как совокупность взаимосвязанных институтов и правил, которые формируют структуру стимулов для экономических агентов [7]. В работе К. Юдаевой [4] упоминается операционный механизм, при этом не даются определение и сущностная характеристика термина.

Учитывая приведенные выше характеристики экономического механизма, операционный механизм ДКП следует определить как совокупность принципов и форм реализации, системы инструментов и операционного ориентира, при применении которых центральный банк влияет на процентные ставки в экономике путем управления ликвидностью банковского сектора для достижения операционной цели ДКП и трансмиссии монетарного сигнала в экономику. Функционально-институциональная схема операционного механизма ДКП приведена на рис. 1.

В целях системного представления процесса необходимо более подробно раскрыть составляющие его структурные элементы. Воздействие операционного механизма на процентные ставки происходит за счет изменения стоимости краткосрочного заимствования и размещения средств на корреспондентских счетах в Банке России (в рамках денежно-кредитной политики остатки на корреспондентских счетах банков в центральном банке представляют собой ликвидность банковского сектора). Такие средства являются наиболее ликвидной формой денег и представляют собой обязательства центрального банка. За счет постоянного поддержания спроса на ликвидность со стороны кредитных организаций для проведения расчетов регулятор может эффективно управлять ее стоимостью.

Коммерческие банки для осуществления платежей и выполнения требований Банка России проводят сделки на денежном рынке. С помощью инструментов управления ликвидностью Банк России формирует равновесие между спросом на ликвидность и ее предложением в точке целевого уровня процентных ставок. Данный подход отражает управление ставками в системе процентного коридора, что является *формой реализации операционного механизма*. Процентные ставки в операциях постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности на срок 1 день образуют границы

**Abstract.** With the help of monetary policy instruments, the Bank of Russia transmits decisions to the financial sector and regulates monetary conditions. The system of instruments and the sequence of their application necessary to influence interest rates to achieve the operational goal determine the operational procedure of monetary policy. The correctness of the choice of instruments and the speed of their influence on interest rates determine the effectiveness of the Bank of Russia in achieving price stability. The applied term «operational procedure of monetary policy» does not fully disclose the content of the impact of monetary policy instruments on price conditions, does not characterize the principles and form of implementation of this influence. In addition, this definition does not provide for the systemic organization and adaptation of the elements involved in achieving the operational goal, in the monetary policy system. In this regard, it seems appropriate to use the term «operational mechanism of monetary policy», which includes a set of elements, by means of which the Bank of Russia influences interest rates to change monetary conditions and transmit the monetary signal to the economy to achieve price stability.

**Keywords.** Monetary policy, operating mechanism, operating procedure, operating mechanism principles, monetary conditions, inflation targeting, price stability.

**Ключевые слова.** Денежно-кредитная политика, операционный механизм, операционная процедура, принципы операционного механизма, денежно-кредитные условия, таргетирование инфляции, ценовая стабильность.

**Рис. 1. Институционально-функциональная схема операционного механизма ДКП с декомпозицией целеполагания**



**Источник:** составлено авторами.

данного коридора. Процентная ставка по депозитам овернайт образует нижнюю границу процентного коридора, а процентная ставка по предоставлению ликвидности формирует соответственно его верхнюю границу. По такой ставке осуществляются операции РЕПО, выдаются ломбардные кредиты и кредиты с нерыночным обеспечением на срок 1 день. Ширина (спред) процентного коридора составляет 200 базисных пунктов, формируя его симметричную структуру. Центр процентного коридора – ключевая ставка, которая информирует участников рынка о направленности политики. По ставкам, близким к ключевой, Банком России осуществляется большая часть операций с коммерческими банками, что обусловлено операционной целью ДКП по сближению однодневных ставок денежного рынка с ключевой ставкой [2].

Ключевая ставка – минимальная ставка по предоставлению ликвидности на недельных аукционах. Одновременно с этим она формирует максимальную границу по операциям абсорбирования на срок 1 неделя. Кроме того, системой инструментов Банка России предусмотрена возможность проведения аукционов «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней, а также аукционов на более длительные сроки. При недостатке ликвидности для проведения платежей банкам доступен внутрисдневной кредит без взимания платы. В случае просрочки его погашения он переквалифицируется в кредит овернайт со став-

кой (ключевая ставка + 1 п. п.). Для обеспечения стабильного спроса на средства на корреспондентских счетах и стабильного проведения расчетов банки соблюдают норматив обязательного резервирования, применяя механизм усреднения. Усреднение обязательных резервов позволяет митигировать риски возникновения платежных разрывов как в отдельных банках, так и в банковской системе в целом.

В большинстве развитых и развивающихся стран в качестве операционной цели ДКП выбрано поддержание ставок денежного рынка на определенном уровне [5]. Переход на использование процентных ставок вместо установления курсовых и монетарных индикаторов свидетельствует об эффективности выбранного подхода. Например, Банк Канады, Бундесбанк и ФРС США до 1980 г. в качестве операционной цели выбирали динамику монетарных агрегатов. С 2008 г. Банк Мексики перешел на таргетирование однодневных ставок денежного рынка взамен управления объемом остатков на корреспондентских счетах [11]. Вместе с тем в настоящее время большое число центральных банков стран с развивающимися рынками используют режимы монетарного и курсового таргетирования. Страны Ближнего Востока, являющиеся экспортерами сырья, реализуют таргетирование валютного курса. В связи с этим операционным ориентиром в таких странах выступает динамика

**Рис. 2. Принципы операционного механизма ДКП**



**Источник:** составлено авторами.

валютного курса. Денежное таргетирование и соответствующая операционная цель выбраны в качестве основных только в нескольких странах с формирующимися рынками [3].

Выбор краткосрочных ставок денежного рынка в качестве операционного ориентира большинством регуляторов, таргетирующих инфляцию, определен следующими факторами. Именно краткосрочными ставками центральный банк может эффективно управлять с помощью системы инструментов операционного механизма. Кроме того, краткосрочные ставки служат точкой отсчета для формирования трансфертных кривых и ставок на более длинных сроках. Снижая срочность таргетируемых ставок, регулятор минимизирует влияние качества развития финансового рынка на достижение операционной цели.

Важнейшим элементом механизма являются принципы, определяющие правила функционирования операционного механизма. Перечень предлагаемых принципов и их характеристика приведены на рис. 2.

Принцип безусловной реализации предполагает способность центрального банка влиять на процентные ставки денежного рынка независимо от текущей ситуации с ликвидностью, включая периоды структурного дефицита. Регулятор принимает во внимание не только состояние ликвидности, но и необходимый уровень обеспечения для банковской системы. В разные периоды Банк России демонстрировал гибкость управления ставками. Например, в периоды структурного профицита использовалась форма процентного коридора с ключевой нижней границей. Когда в 2012 г. банковский сектор стол-

кнулся с дефицитом ликвидности, регулятор быстро адаптировался, применяя аукционы РЕПО.

Второй принцип – нацеленность на краткосрочные ставки денежного рынка. Однодневные ставки межбанковского рынка служат базисом формирования стоимости различных финансовых инструментов (процентные свопы, сделки РЕПО, государственные облигации, производные финансовые инструменты, продукты с встроенными плавающими ставками). Коммерческие банки используют информацию по ставкам овернайт для построения трансфертной кривой, которая отражает процентные ставки по депозитно-кредитным продуктам на разных временных горизонтах.

Следующий принцип направлен на минимизацию величины и изменчивости спреда между ключевой ставкой и ставками овернайт. За период с 2016 по 2024 г. средний показатель спреда составил 17 базисных пунктов. При этом его волатильность не превышала 25 базисных пунктов, что свидетельствует о высокой эффективности применяемого механизма. Банк России использует аукционы «тонкой настройки» для ограничения волатильности спреда. Такие аукционы проводятся в ситуациях, когда объем отклонения ликвидности значителен и банки не могут нивелировать его самостоятельно через механизм усреднения обязательных резервов. Принимая решение о проведении аукционов «тонкой настройки», регулятор комплексно оценивает общий баланс ликвидности банковского сектора, оставшееся время до периода усреднения, уровень остатков на корсчетах банков и распределение ликвидности между банками. При этом действенность механизма усреднения обязательных резервов

уменьшается при приближении окончания периода усреднения. Такой многофакторный подход обеспечивает прецизионное управление ставками и минимизацию рисков возникновения дисбаланса ликвидности.

*Принцип предотвращения эффекта вытеснения* предполагает определение оптимальной ширины процентного коридора с целью сохранения активности межбанковского рынка. Центральный банк стремится не допустить чрезмерного сужения коридора процентных ставок, так как это может привести к рыночным искажениям. Если доходность операций с регулятором станет близкой к рыночной, банки могут переключиться на более безопасные формы взаимодействия с регулятором. В основе такого смещения лежат околонулевые риски операций с центральным банком и более низкие трансакционные издержки по сравнению с рыночными операциями. Указанные искажения могут снизить активность межбанковского кредитного рынка, что негативно повлияет на трансмиссионный механизм ДКП. Как следствие, эффективность воздействия на совокупный спрос и на инфляцию может уменьшиться. Задача регулятора – поддерживать баланс, при котором операции в рамках операционного механизма ДКП остаются привлекательными, но не подавляют рыночную активность.

*Принцип стимулирования развития финансового рынка* направлен на создание условий, побуждающих участников рынка к более эффективному управлению ликвидностью за счет операций на финансовом рынке. Видится, что именно в рамках

реализации указанного принципа следует рассматривать намерения Банка России модернизировать платежную систему путем обеспечения круглосуточного доступа для банков и клиентов к срочным и несрочным денежным переводам, трансформации режима проведения операций по управлению ликвидностью [1]. Данное изменение позволит повысить устойчивость финансового сектора к рискам ликвидности.

## ■ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Для системной организации элементов, участвующих в достижении операционной цели, повышения на этой основе эффективности ДКП обосновано применение термина «операционный механизм денежно-кредитной политики», сформулировано его теоретически обоснованное определение с учетом системы целеполагания ДКП, описана функционально-институциональная схема механизма, раскрыты основные составляющие элементы операционного механизма ДКП, включая форму и принципы его реализации, особенности выбора операционной цели и операционного ориентира на базе российского и зарубежного опыта. Предлагаемый подход обладает преимуществами в сравнении с применяемым сегодня подходом, использующим термин «операционная процедура денежно-кредитной политики», позволяет в полной мере раскрыть систему и взаимосвязь составляющих его элементов, участвующих в воздействии на процентные ставки, дает большие возможности в полной мере реализовать потенциал применяемого Банком России режима таргетирования инфляции.

## Список литературы

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов, одобрены Советом директоров Банка России 30.10.2024.
2. Дубова С. Е., Аниканов Е. И. Оценка эффектов передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России // Финансовые рынки и банки. 2023.
3. Киюцевская А. М. Денежно-кредитная политика: специфика и особенности реализации на современном этапе экономического развития // Экономическая политика. 2016. № 2. С. 92–111.
4. Юдаева К. В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. С. 4–12.
5. Язык О., Киюцевская А., Клепацкий Д., Ахмед Абу Бакр Ф. Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России : аналитическая записка // Банк России. 2023. С. 1–54.
6. Keynes J. The General Theory of Employment, Interest and Money. – London : Macmillan. 1936.
7. North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. – Cambridge University Press. 1990.
8. Simon H. A Behavioral Model of Rational Choice // The Quarterly Journal of Economics. 1955.
9. Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России [Электронный ресурс] / Банк России. – URL: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research\\_policy\\_notes\\_b\\_2\\_2.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_2.pdf).
10. Guidance on the Documentation Requirements of ISO 9001:2015 [Электронный ресурс] / IOS. – URL: [https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/archive/pdf/en/documented\\_information.pdf](https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/archive/pdf/en/documented_information.pdf).
11. Monetary Policy Implementation through an Operational Interest Rate Target [Электронный ресурс] / Bank of Mexico. – URL: <https://www.banxico>.